

Q2 单季收入放缓，投建智能化基地二期

浙江自然(605080)

评级:	买入	股票代码:	605080
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	80.89/51.34
目标价格:		总市值(亿)	64.69
最新收盘价:	63.97	自由流通市值(亿)	21.51
		自由流通股数(百万)	33.62

事件概述

22H 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 6.36/1.74/1.64 亿元、同比增长 28.37%/26.89%/24.33%，对应 Q2 单季收入/净利/扣非净利分别为 3.06/0.89/0.87 亿元，同比增长 13.16%/17.99%/16.49%，Q2 单季低于预期，我们分析主要由于 5 月下半月开始欧洲去库存、美国通胀影响需求开始显现。

同时公司公告投资建设“户外用品智能化生产基地（二期）”，投资 4.35 亿元、建设期 3-5 年，预计达产后实现 5.2 亿产值、销售收入 5 亿元，创税 3500 万元。

分析判断:

Q2 外销放缓，内销占比提升。收入拆分来看，（1）上半年内销/外销收入分别为 1.4/4.96 亿元，同比增长 55%/22%，自 5 月下半月以来外销放缓，但国内 Q2 户外露营市场在疫情反复背景下加速渗透、增长加速，内销占比从 21 年末 20%提升至 22%。（2）充气床垫/枕头坐垫收入为 4.57/0.47 亿元，同比增长 28%/52%，我们判断，在公司老厂产能搬迁情况下、新增产能不多，增长主要来自新品推出带动价格提升。

Q2 毛利率下降、净利率提升来自贬值贡献财务费用率下降。2022H1 公司毛利率/净利率为 35.9%/27.42%、同比提高-4.86/-0.32PCT；其中 22Q2 毛利率/净利率为 35.26%/29.23%，同比提高-5.10/1.20PCT，毛利率下降主要由于成本上涨。2022Q2 公司财务/管理/销售/研发费率分别为-7.88%/4.63%/0.77%/4.77%，同比提高-5.44/3.22/-1.30/0.27PCT。

存货环比下降。2022H1 期末公司存货为 1.68 亿元、同比增长 37.47%、环比下降 22%，主要由于备料开始投入生产；存货周转天数为 93 天、同比增加 11 天；应收账款为 0.99 亿元、同比增加 32%，应收账款周转天数为 51 天、同比增加 2 天；应付账款周转天数为 42 天、同比下降 10 天。

投资建议

我们分析，短期来看，欧洲去库存、美国通胀背景下外需放缓，但受影响的主要是中小客户、大客户仍有望保持稳健；中长期来看：（1）老厂搬迁影响量增明年有望消除；（2）公司持续在充气床垫品类推出新品，带动价格提升；（3）防水箱包、保温箱包、水上用品等品类扩张仍在持续。

考虑海外需求放缓，将 22/23/24 年收入预测从 10.99/14.27/17.52 亿元调整至 10.74/13.79/18.36 亿元，将 22/23/24 年归母净利预测从 3.12/4.11/5.09 亿元下调至 2.90/3.72/4.96 亿元，对应将 22/23/24 年 EPS 从 3.08/4.06/5.03 元下调至 2.87/3.68/4.90 元，2022 年 8 月 11 日收盘价 63.97 元对应 22-24 年 PE 分别为 22/17/13X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情不确定性风险；海运影响发货延迟；原材料价格波动风险；工厂爬坡不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	581	842	1,074	1,379	1,836
YoY (%)	6.7%	44.9%	27.4%	28.4%	33.1%
归母净利润(百万元)	160	220	290	372	496
YoY (%)	21.4%	37.6%	32.3%	28.2%	33.1%
毛利率 (%)	40.7%	38.8%	38.0%	38.0%	38.5%
每股收益 (元)	1.58	2.17	2.87	3.68	4.90
ROE	23.6%	13.6%	15.2%	16.3%	17.8%
市盈率	40.55	29.47	22.27	17.37	13.05

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	842	1,074	1,379	1,836	净利润	220	290	372	496
YoY (%)	44.9%	27.4%	28.4%	33.1%	折旧和摊销	25	27	28	27
营业成本	516	666	855	1,129	营运资金变动	-89	-61	-76	-118
营业税金及附加	6	8	10	11	经营活动现金流	143	236	295	370
销售费用	12	25	34	46	资本开支	-138	-85	-91	-104
管理费用	43	43	60	81	投资	-321	0	0	0
财务费用	0	-5	-7	-9	投资活动现金流	-458	-66	-67	-71
研发费用	30	21	28	41	股权募资	788	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	25	19	24	32	筹资活动现金流	714	0	0	0
营业利润	252	336	430	576	现金净流量	395	170	228	299
营业外收支	4	2	4	1					
利润总额	256	338	434	577	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	36	48	61	82	成长能力				
净利润	220	290	372	496	营业收入增长率	44.9%	27.4%	28.4%	33.1%
归属于母公司净利润	220	290	372	496	净利润增长率	37.6%	32.3%	28.2%	33.1%
YoY (%)	37.6%	32.3%	28.2%	33.1%	盈利能力				
每股收益	2.17	2.87	3.68	4.90	毛利率	38.8%	38.0%	38.0%	38.5%
					净利率	26.1%	27.1%	27.0%	27.0%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	12.0%	13.4%	14.3%	15.5%
货币资金	542	712	940	1,239	净资产收益率 ROE	13.6%	15.2%	16.3%	17.8%
预付款项	4	5	6	8	偿债能力				
存货	255	329	423	558	流动比率	6.91	6.57	6.28	6.03
其他流动资产	499	537	590	669	速动比率	5.53	5.18	4.90	4.65
流动资产合计	1,300	1,584	1,959	2,475	现金比率	2.88	2.96	3.01	3.02
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	11.3%	12.0%	12.7%	13.4%
固定资产	350	416	491	576	经营效率				
无形资产	114	107	100	93	总资产周转率	0.46	0.49	0.53	0.57
非流动资产合计	527	586	654	732	每股指标 (元)				
资产合计	1,826	2,170	2,613	3,207	每股收益	2.17	2.87	3.68	4.90
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	16.02	18.89	22.57	27.47
应付账款及票据	136	163	212	281	每股经营现金流	1.41	2.33	2.92	3.66
其他流动负债	52	78	100	129	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	188	241	312	411	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	29.47	22.27	17.37	13.05
其他长期负债	19	19	19	19	PB	4.67	3.35	2.80	2.30
非流动负债合计	19	19	19	19					
负债合计	207	260	331	429					
股本	101	101	101	101					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,620	1,910	2,282	2,778					
负债和股东权益合计	1,826	2,170	2,613	3,207					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，12年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2021/2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第1/2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。